

## ERDEMİR

Nötr  
(↔)

## Kar toparlanması sürüyor; Nötr tavsiyemizi koruyoruz

**Erdemir (EREGL; Nötr; 12A HF: 42 TL)**, 1Ç26'da 384 milyon TL net kar açıkladı (y/y -%10); sonuç piyasa beklentisinin %28 üzerinde, bizim tahminimizin ise %7 altında kaldı. Net kar üzerindeki baskı tamamen vergi kaleminden kaynaklandı: 1Ç25'te vergi geliri kaydedilmişken 1Ç26'da vergi gideri oluştu. Net satışlar y/y %11,5 artışla 59.685 milyon TL'ye yükseldi; tahminlerle büyük ölçüde paralel gerçekleşti. FAVÖK y/y %41 artışla 5.820 milyon TL'ye ulaştı; piyasa beklentisinin ve bizim tahminimizin sırasıyla %3 ve %4 altında kaldı.

Satış hacmi 2,12 milyon ton olarak gerçekleşti (AK: 2,0 milyon ton); y/y 221 bin ton artarken ç/ç 105 bin ton geriledi. Çelik-hammadde makası (TFRS) 244 USD/t seviyesinde kaldı (AK: 262 USD/t); y/y 1 USD/t artarken ç/ç 12 USD/t geriledi. Ton başına FAVÖK (TFRS) 63 USD/t olarak gerçekleşti (AK: 69 USD/t); y/y 3 USD/t artarken ç/ç 16 USD/t geriledi. Şirket, tek seferlik kalemler hariç düzeltilmiş ton başı FAVÖK'ümü 73 USD/t olarak açıkladı; y/y 22 USD/t, ç/ç 2 USD/t artış kaydedildi.

Net borç 31.471 milyon TL'ye geriledi (4Ç25: 42.864 milyon TL); NB/S12A FAVÖK oranı 1,4x'e düştü (4Ç25: 2,1x). Bu iyileşme, toparlanan S12A FAVÖK ve 14.793 milyon TL serbest nakit akışıyla desteklendi; söz konusu serbest nakit akışı, uzayan ticari borç vadelerinden (borç ödeme günü ç/ç 9 gün artışla 125 gün oldu) ve düşen yatırım harcamalarından (2.845mn TL; y/y -%75, ç/ç -%35) kaynaklandı.

Erdemir, 2Ç26'da 3.850 milyon TL brüt temettü dağıtacak (29 Nisan itibarıyla yaklaşık %1,6 temettü verimi); hak kullanım tarihi 3 Haziran olarak duyuruldu.

**Yönetimin 2026 Beklentileri:** Yönetim, ~8,2 milyon ton satış hacmi (2025: 7,8 milyon ton), 75-85 USD/t FAVÖK (2025: 66 USD/t) ve ~600 milyon USD yatırım harcaması (2025: 775 milyon USD) öngörüyor.

**2026 Tahminlerimiz:** 8,3 milyon ton satış hacmi (değişmedi), 96 USD/t FAVÖK (önceki: 83 USD/t) tahmin ediyoruz. Net işletme sermayesi/Net satışlar oranını ~%17 (önceki: ~%21), yatırım harcamalarını ise 600 milyon USD (önceki: 650 milyon USD) olarak modelliyoruz.

**Yorum:** Hisse, son üç ayda BIST-100 Toplam Getiri Endeksi'ni %13,4 oranında aşarken uluslararası emsallerine göre %11 primli işlem görüyor; normalize FD/12A İleri FAVÖK çarpanı (5,5x) ise halihazırda döngü ortası kârlılığı (~140 USD/t) fiyatlıyor. Bu çerçevede, yalnızca finansal sonuçlar üzerinden yukarı yönlü potansiyelin sınırlı kaldığını düşünüyoruz.

**Öneri:** 1Ç26 sonuçlarının ardından modelimizi güncelledik; güncel makro varsayımlarımızı ve öngörülerimizi dahil ederek bir çeyrek ileriye taşıdık. Buna göre 12 aylık hedef fiyatımızı 42 TL'ye (önceki: 36 TL) yükseltirken Nötr tavsiyemizi koruyoruz. Değerlememiz, USD bazında 7,1x FD/12A İleri FAVÖK çarpanına karşılık geliyor.

## Çeyrek Özeti

(milyon TL)	Özet Finansallar					Tahminlerle Karşılaştırma			
	1Ç26	1Ç25	y/y	4Ç25	ç/ç	Piyasa		AK Yatırım	
						Est.	Fark	Est.	Fark
Net Satışlar	59,685	53,545	11.5%	60,995	(2.1%)	58,522	2.0%	58,030	2.9%
FAVÖK	5,820	4,127	41.0%	7,453	(21.9%)	6,020	(3.3%)	6,064	(4.0%)
FAVÖK Marjı	9.8%	7.7%	204bps	12.2%	(247bps)	10.3%	(54bps)	10.4%	(70bps)
Net Kar	384	426	(10.0%)	(1,872)	(120.5%)	300	28.0%	412	(6.8%)
Operasyonel Nakit Akışı	18,062	19,077	(5.3%)	17,844	1.2%				
Serbest Nakit Akışı	14,793	13,976	5.8%	11,588	27.7%				
Net Borç / (Nakit)	31,471	56,163	(44.0%)	42,864	(26.6%)				
NB / S12A FAVÖK	1.4	3.2		2.1					

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

Bloomberg Kodu	EREGL TI
Tavsiye	Nötr
Hedef Fiyat, TL	42.00 (önceki 36.00)
Güncel Fiyat, TL	33.72
Getiri Potansiyeli	25%
Halka Açıklık Oranı	48%
Piyasa Değeri, mn TL	236,040
Firma Değeri, mn TL	274,956

## Finansal Veriler

	2025	2026T	2027T	2028T
<b>Özet UFRS Finansallar</b>				
Ciro, mn TL	208,910	276,148	336,122	385,615
FAVÖK, mn TL	20,451	37,407	53,853	73,513
Net Kâr, mn TL	512	9,759	17,117	27,267

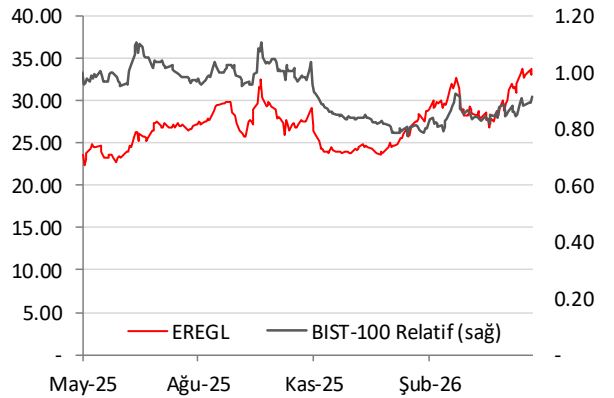
<b>Borçluluk</b>	2025	2026T	2027T	2028T
Net Borç, mn TL	42,864	54,969	75,815	90,326
Net Borç/FAVÖK	2.1	1.5	1.4	1.2

<b>Kârlılık</b>	2025	2026T	2027T	2028T
FAVÖK Marjı	9.8%	13.5%	16.0%	19.1%
Net Marj	0.2%	3.5%	5.1%	7.1%
Temettü Verimi	1.0%	1.6%	2.9%	5.0%

<b>Büyüme</b>	2025	2026T	2027T	2028T
Ciro, y/y	2.4%	32.2%	21.7%	14.7%
FAVÖK, y/y	-3.0%	82.9%	44.0%	36.5%
Net Kâr, y/y	-96.2%	1806.9%	75.4%	59.3%

<b>Değerleme Verisi</b>	2025	2026T	2027T	2028T
F/K	344.2	24.2	13.8	8.7
FD/FAVÖK	11.1	8.0	5.9	4.5
FD/Ciro	1.1	1.1	0.9	0.9

<b>Hisse Verileri</b>	1A	3A	12A	YBG
Nominal Getiri	20.9%	18.4%	49.6%	41.6%
BİST-100 Relatif	7.2%	14.4%	-3.6%	11.4%
AOİH, mn TL	5,808	5,335	4,982	5,116



Piyasa verileri 29 Nisan 2026 tarihlidir.

<b>Gelir Tablosu</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
<b>Satış Gelirleri</b>	<b>53,545</b>	<b>41,413</b>	<b>52,958</b>	<b>60,995</b>	<b>59,685</b>
<b>Brüt Kar</b>	<b>3,801</b>	<b>3,866</b>	<b>4,171</b>	<b>6,726</b>	<b>4,806</b>
Operasyonel Giderler	2,042	2,346	2,403	2,617	2,662
<b>Faaliyet Karı</b>	<b>1,759</b>	<b>1,520</b>	<b>1,767</b>	<b>4,109</b>	<b>2,144</b>
<b>FAVÖK</b>	<b>4,127</b>	<b>4,134</b>	<b>4,737</b>	<b>7,453</b>	<b>5,820</b>
Operasyonel Olmayan Gelir / (Gider)	(1,337)	(1,548)	(1,700)	(890)	(1,247)
<b>Vergi Öncesi Kar</b>	<b>422</b>	<b>(28)</b>	<b>67</b>	<b>3,219</b>	<b>896</b>
Vergi Geliri / (Gideri)	26	1,396	633	(5,041)	(491)
<b>Vergi Sonrası Net Kar</b>	<b>448</b>	<b>1,368</b>	<b>700</b>	<b>(1,822)</b>	<b>406</b>
Azınlık Payları	22	61	49	50	22
<b>Net Kar</b>	<b>426</b>	<b>1,307</b>	<b>651</b>	<b>(1,872)</b>	<b>384</b>
<b>Büyüme (Yıllık)</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
Satış Gelirleri	7.6%	(17.9%)	8.7%	10.7%	11.5%
Operasyonel Giderler	36.1%	19.0%	20.9%	14.3%	30.3%
Faaliyet Karı	(68.2%)	(64.4%)	(24.5%)	3320.8%	21.9%
FAVÖK	(45.1%)	(35.3%)	4.2%	182.2%	41.0%
Net Kar	(92.4%)	(70.2%)	(18.7%)	n.m.	(10.0%)
<b>Karlılık / Rasyo Analizi</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
Brüt Kar Marjı	7.1%	9.3%	7.9%	11.0%	8.1%
Operasyonel Gider Marjı	3.8%	5.7%	4.5%	4.3%	4.5%
Faaliyet Kar Marjı	3.3%	3.7%	3.3%	6.7%	3.6%
FAVÖK Marjı	7.7%	10.0%	8.9%	12.2%	9.8%
Efektif Vergi Oranı	n.m.	n.m.	n.m.	156.6%	54.7%
Net Kar Marjı	0.8%	3.2%	1.2%	n.m.	0.6%
Operasyonel Nakit Akımı Marjı	35.6%	36.1%	24.9%	29.3%	30.3%
Serbest Nakit Akımı Marjı	26.1%	31.0%	17.7%	19.0%	24.8%
Operasyonel Nakit Akımı / FAVÖK	462.2%	361.8%	278.2%	239.4%	310.3%
Yatırım Harcaması / Satış Gelirleri	21.0%	(8.6%)	6.2%	7.2%	4.8%
İşletme Sermayesinde Artış (Azalış) / Satış Gelirleri	(27.8%)	(25.3%)	(17.7%)	(18.5%)	(21.5%)
<b>Nakit Akım Tablosu</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
<b>İşletme Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>19,077</b>	<b>14,958</b>	<b>13,176</b>	<b>17,844</b>	<b>18,062</b>
Düzeltilme Öncesi Kar	448	1,368	700	(1,822)	406
Amortisman ve İtfa Payları	2,368	2,614	2,969	3,344	3,676
İşletme Sermayesindeki Değişim	14,869	10,462	9,355	11,312	12,843
Diğer İşletme Faaliyetlerinden Nakit	1,393	515	152	5,010	1,137
<b>Yatırım Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>(5,101)</b>	<b>(2,133)</b>	<b>(3,797)</b>	<b>(6,256)</b>	<b>(3,268)</b>
Sabit Sermaye Yatırımları	(11,231)	3,547	(3,288)	(4,374)	(2,845)
Diğer Yatırım Faaliyetlerinden Nakit	6,130	(5,679)	(509)	(1,882)	(424)
<b>Serbest Nakit Akımı</b>	<b>13,976</b>	<b>12,826</b>	<b>9,379</b>	<b>11,588</b>	<b>14,793</b>
<b>Finansman Faaliyetlerinden Nakit</b>	<b>(2,387)</b>	<b>(2,095)</b>	<b>1,466</b>	<b>3,603</b>	<b>(10,427)</b>
Finansal Borçlardaki Değişim	1,809	(2,017)	5,371	4,779	(6,822)
Temettü	-	-	(1,717)	(0)	-
Diğer Finansman Faaliyetlerinden Nakit	(4,196)	(78)	(2,187)	(1,176)	(3,605)
<b>Nakit ve Benzerlerindeki Değişim</b>	<b>14,970</b>	<b>13,652</b>	<b>13,757</b>	<b>17,758</b>	<b>8,401</b>

<b>Bilanço</b>	<b>1Ç25</b>	<b>2Ç25</b>	<b>3Ç25</b>	<b>4Ç25</b>	<b>1Ç26</b>
<b>Dönen Varlıklar</b>	<b>190,897</b>	<b>212,418</b>	<b>229,846</b>	<b>250,627</b>	<b>257,051</b>
Nakit ve Nakit Benzerleri	70,389	83,897	97,706	115,477	123,933
Finansal Yatırımlar	1,605	-	-	-	222
Ticari Alacaklar	25,745	26,111	26,581	27,448	27,036
Stoklar	76,186	84,457	87,652	89,386	88,430
Diğer Dönen Varlıklar	16,972	17,953	17,907	18,317	17,429
<b>Duran Varlıklar</b>	<b>263,943</b>	<b>279,947</b>	<b>293,801</b>	<b>307,904</b>	<b>319,695</b>
Finansal Yatırımlar	179	179	180	186	183
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	1,385	1,298	1,399	1,471	1,588
Maddi Duran Varlıklar	231,404	250,362	263,528	277,300	291,730
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	9,879	10,281	10,695	11,075	11,357
Diğer Duran Varlıklar	21,097	17,827	17,999	17,871	14,836
<b>Toplam Varlıklar</b>	<b>454,841</b>	<b>492,365</b>	<b>523,646</b>	<b>558,531</b>	<b>576,746</b>
<b>Kısa Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>72,842</b>	<b>90,224</b>	<b>102,484</b>	<b>116,913</b>	<b>126,599</b>
Finansal Borçlar	27,750	28,680	34,984	40,017	38,032
Ticari Borçlar	32,417	50,582	59,863	68,762	75,072
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	12,675	10,962	7,637	8,134	13,495
<b>Uzun Vadeli Yükümlülükler</b>	<b>121,438</b>	<b>127,072</b>	<b>132,297</b>	<b>144,338</b>	<b>145,299</b>
Finansal Borçlar	100,407	106,619	111,816	118,324	117,595
Diğer Uzun Vadeli Yükümlülükler	21,030	20,453	20,482	26,014	27,703
<b>Özkaynaklar</b>	<b>260,561</b>	<b>275,069</b>	<b>288,865</b>	<b>297,280</b>	<b>304,848</b>
Ana Ortaklığa Ait Özkaynaklar	252,489	266,482	279,760	287,772	295,496
Azınlık Payları	8,072	8,586	9,105	9,508	9,352
<b>Toplam Kaynaklar</b>	<b>454,841</b>	<b>492,365</b>	<b>523,646</b>	<b>558,531</b>	<b>576,746</b>
Yatırım Sermayesi (IC)	337,754	346,924	358,440	366,158	364,023
İşletme Sermayesi	69,514	59,986	54,370	48,071	40,394
İşletme Sermayesi / Son 12A Satış Gelirleri	33.4%	30.2%	26.8%	23.0%	18.8%
İşletme Sermayesi (Diğer Dönen Varlıklar ve Yükümlülükler Dahil)	73,811	66,977	64,640	58,255	44,329
<b>Toplam Borç</b>	<b>128,158</b>	<b>135,299</b>	<b>146,800</b>	<b>158,341</b>	<b>155,627</b>
Net Borç / (Nakit)	56,163	51,402	49,094	42,864	31,471
Net Borç / Son 12A FAVÖK	3.2	3.3	3.1	2.1	1.4
Net Borç / Özkaynaklar	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
Fx Pozisyonu (Türev Korunma Dahil)	7,420	(1,708)	(4,121)	(1,710)	(5,256)

Kaynak: Rasyonet, AK Yatırım

## AKYatırım

Bu rapor, Ak Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından, güvenilir olduğuna inanılan kaynaklardan elde edilen bilgi ve veriler kullanılarak hazırlanmıştır. Raporda yer alan ifadeler, hiçbir şekilde veya suretle alış veya satış teklifi olarak değerlendirilmemelidir. Ak Yatırım, bu bilgilerin doğru, eksiksiz ve değişmez olduğunu garanti etmemektedir. Bu sebeple, okuyucuların, bu raporlardan elde edilen bilgilere dayanarak hareket etmeden önce, bilgilerin doğruluğunu teyit ettirmeleri önerilir ve bu bilgilere dayanılarak aldıkları kararlarda sorumluluk kendilerine aittir. Bilgilerin eksikliği ve yanlışlığından Ak Yatırım hiçbir şekilde sorumlu tutulamaz. Ayrıca, Ak Yatırım'ın ve Akbank'ın tüm çalışanları ve danışmanlarının, herhangi bir şekilde bilgiler dolayısıyla ortaya çıkabilecek, doğrudan veya dolaylı zararlarla ilgili herhangi bir sorumluluğu yoktur. Burada yer alan bilgiler, bir yatırım tavsiyesi, yatırım aracının alım-satım önerisi ya da getiri vaadi değildir ve Yatırım Danışmanlığı kapsamında yer almamaktadır. Yatırım Danışmanlığı hizmeti; aracı kurumlar, portföy yönetim şirketleri, mevduat kabul etmeyen bankalar ile müşteri arasında imzalanacak Yatırım Danışmanlığı sözleşmesi çerçevesinde sunulmaktadır. Bunlara ilaveten, Ak Yatırım, raporların İnternet üzerinden e-mail yoluyla alınması durumunda virüs, hatalı gönderim veya diğer herhangi bir teknik sebepten dolayı alıcının donanımına veya yazılımına gelebilecek herhangi bir zarardan dolayı sorumlu tutulamaz.